

2015 年 8 月 03 日

宏觀經濟

眼前的苟且

1、政策底後，震盪確認市場底。①政策底已出現，維穩仍在繼續。上周市場二次探底，投資者擔憂再起，甚至比之前更悲觀，邏輯主要有兩條：一是豬肉價格上漲和美聯儲加息導致的貨幣政策轉向，二是增長乏力、需求不振下的盈利下滑。

這些微妙變化的確存在，但無需過度悲觀。當前場內機構投資者的倉位普遍偏低，政策維護市場的舉措仍在。②病去如抽絲，震盪確認市場底。目前資金入市情況不佳，代表散戶的銀證轉帳沒有明顯淨流入，分帳戶看，超級大戶和大戶數量 7 月環比 6 月仍在萎縮。融資餘額持續下降，新發行基金扣除證金公司申購的 2000 億，增長也很小。所謂病來如山到，病去如抽絲，市場信心的恢復需要時間。A 股目前成交量萎縮到 584.8 億股，為高峰的 45%，仍可能進一步收縮。

2、風雨洗禮後，市場邏輯短期化、確定性。①市場演繹的邏輯更短期化、確定性。7 月 9 日反彈以來，漲幅較高的行業是軍工、農業養殖，之前漲幅大、跌幅也大的互聯網表現一般。這本身說明，風雨洗禮後，市場的邏輯在變，詩和遠方不敢再去想，要的就是眼前和當下。②積極財政發力，重視穩增長帶來的機會。7 月 30 日的中共中央政治局相比 4 月 30 日，明顯對經濟下行壓力更擔憂，並強調要堅持積極的財政政策不變調。可見，轉型是詩和遠方，是方向和希望，但穩增長是眼前的苟且，也少不了。這次穩增長預計與 13 年中類似，與民生結合起來，重視通州（京津冀）、城市地下管廊建設。

3、應對策略：回到眼前的苟且。①中期深挖轉型成長股，配銜業績穩定的白馬成長。每一輪牛市都對應一波主導產業的發展，即便暴跌也不會改變，本輪牛市背景是產業結構調整，自上而下互聯網+、中國製造 2025 引領的技術滲透、製造升級，自下而上收入水準上升和 90 後消費群體崛起推動的娛樂健康消費，是轉型的方向和動力，這個主線不會變。除了深挖轉型的真成長之外，股災後追求確定性使得白馬成長優勢體現。②短期聚焦積極財政穩增長的主題：通州、城市管廊建設。我們認為北京周邊仍具備大量可開發土地區域僅剩通州，考慮人口疏導和產業發展需要，未來通州將更受重視。7 月 28 日國務院常務會議部署推進城市地下綜合管廊建設。目前全國若按單個省份平均投資規模 500 億估算，未來 5 年總投資將在 1.5 萬億左右，考慮到乘數效應，對經濟的拉動效應明顯。

風險提示：政策推進不及預期，系統性風險。

大市導航

醫藥與健康護理：全面整改，靜觀其效-關於 7 月 31 日加快解決註冊申請積壓問題徵求意見稿的思考

七劍下天山，排隊積壓情況有望將得到大大緩解。本次公告有望從多層次多角度緩解目前排隊現狀，同時對於部分藥品品質過關但在臨床研究中存在些許瑕疵的企業以足夠的機會。

不僅僅是未上市排隊中的品種，更是對已上市品種的規制。對於市場上大量存在的“活性成分不明確、結構不清楚、療效不確切或安全性存在風險”的品種需要在 3 年內進行再評價，未能通過再評價的註銷批號，我們預計市場上部分中藥品種將受到影響，劑型規格不合理的品種也將註銷批號；仿製藥一致性評價有望得到穩步推進，不僅僅是 6 類，3 類新藥在原研藥上市後同樣要進行一致性評價，我們認為 CFDA 意在同時對存量和增量藥品進行規制，解決歷史遺留問題，全面提高我國藥品品質。

進一步完善綠色通道機制，緊缺用藥、兒童用藥、國際創新藥和仿製藥將首先獲益。加快臨床急需藥品的審批，我國有望仿效 FDA 多部門聯合建立緊缺藥品名單；申請人提出的兒童用藥（兒童用藥主要是劑型規格和給藥途徑的創新）註冊申請和申請人在歐盟、美國藥品審批機構同步申請註冊的藥品，實行單獨排隊，加快審評審批，我國在國內外同步申請的創新藥和仿製藥品種將受益於綠色通道機制的進一步完善。

限制專利期內品種過早申報，或許是把雙刃劍，行業格局可能生變。意見顯示，對在專利期內的藥品，CFDA 在該藥品專利期屆滿前 6 年開始受理臨床試驗申請，前 2 年內開始受理生產申請，不符合此規定的，不受理其註冊申請；已經受理的，退回企業屆時重新申報。近幾年來，我國仿製藥企業尤其是龍頭型仿製藥企業，對於國外新藥的跟蹤立項往往未雨綢繆，立項通常在專利到期前 10 年就已經開始，專利到期 6 年之前申報臨床和 2 年前申報生產的 3.1 類品種大量存在，此舉雖然能夠緩解提前申報積壓排隊的情況，但大量仿製藥龍頭企業的申報品種如果面臨退回將可能影響到現有產品梯隊和申報格局，後續如何執行有待繼續觀察。

嚴懲註冊造假行為，CRO 行業面臨洗牌。意見顯示，臨床資料造假的申請人、臨床試驗機構或合同研究組織中直接責任人將列入黑名單並追究責任，臨床試驗造假的 CRO 將面臨整改，直接負責人 10 年內不予受理申請資料也將直接影響相關 CRO 的聲譽。我們認為，基於國內現階段臨床試驗現狀，大量不規範的中小型 CRO 將面臨清洗，行業格局也將重構。

風險提示：政策的不確定性以及政策執行層面的不確定性。

銀行：非銀行支付機構網路支付業務管理辦法（徵求意見稿）發佈，我們認為無需過慮，規範而非叫停

支付監管規定落地，符合我們在互聯網指導意見點評中的判斷：後續各塊監管細則會持續落地，野蠻生長變為規範發展。

辦法出臺很多人認為是倒退，但是對於短期會增加成本，長期來看有利於防範行業風險。

有利提高行業壁壘，進入成本，影響了客戶體驗。對於既有巨頭更有利，對小型支付機構和新增進入者，一定程度弱化了與銀行等傳統金融機構差異。

對於客戶帳戶、客戶資料、交易安全等有明確的類金融機構的安全要求，提升行業成本，提升行業門檻。

對於帳戶開立、支付驗證、支付限額作明確規定，增加客戶操作的複雜性，降低客戶體驗，提高安全性。

關於去銀行化和去清算化的點評批駁：

辦法沒有叫停快捷支付，解快捷支付銀行拿不到相關消費資訊，這對於支付機構來說對於客戶體驗衝擊不大。

對於央行公佈的資料看，限額對支付客戶體驗影響有限。

未來去清算化可能性不大，對於協力廠商支付導致的清算空位，通過資訊披露和嚴格監管來實現，叫停影響太大，概率較小。

行業觀點不變：銀行股短期受制於資金博弈，如果救市信心穩定，增量資金進入有助邏輯回歸。

銀行股下半年向上邏輯明確，預計全年 20%以上絕對收益。

風險提示：宏觀經濟和監管政策。

有色金屬：冬奧、閱兵需要藍天，持續推薦碳酸鋰

美國年內加息概率進一步增加打壓金價。短期美國加息預期影響金價難以反彈，美加息前都將謹慎對待金價，但中長期金價仍存上升動力，第一，全球貨幣寬鬆下，外匯儲備多元化推升黃金地位；第二，目前通脹較低，未來通脹上行將提升黃金價格；第三，黃金開採成本上升，提升黃金價值。A 股推薦互聯網珠寶平臺的金一文化、剛泰控股，關注國企改革的山東黃金。

基本金屬價格持續震盪，終端需求改善前震盪局面延續。一方面中國寬鬆政策以及各個金屬的邊際成本支撐金屬價格；另一方面終端需求難以改善打壓金屬價格。在終端需求企穩之前，金價價格仍以震盪為主，推薦低估值的洛陽鉬業（銅、鎢、鉬）、恒順眾昇、盛達礦業；關注中金嶺南、雲鋁股份、馳宏鋅鋇。此外推薦加工股楚江新材（新材料）、銀邦股份（3D 列印）、宜安科技。

小金屬中長期看好新能源、新材料。2015 年上半年新能源汽車銷量持續高速增長推動碳酸鋰價格上升，推薦碳酸鋰行業龍頭天齊鋰業；關注西藏城投、贛鋒鋰業。同時新能源汽車推升高端磁材需求，推薦中科三環、正海磁材。中長期看好新材料，推薦工業 4.0 的基石 3D 列印：金運鐳射、銀邦股份；紅宇新材以及金剛石產業鏈的豫金剛石，關注黃河旋風。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必

一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。